

PENGARUH *FINANCIAL DISTRESS* TERHADAP LIKUIDITAS SAHAM

Moh. Zanuvar Fahmi Surya Negara

Universitas Negeri Surabaya

mohnegara@mhs.unesa.ac.id

ABSTRACT

This research conducted to test the affect of financial distress to the stock liquidity. This research conducted due to a phenomenon in which company's financial condition decreased and it might affect the investors activity in trading the shares.

This research using quantitative and regression model. The sample used in this research are listed companies at Indonesia Stock Exchange that have DER > 1 during 2011-2015. The dependent variable is stock liquidity measured by Trading Volume Activity (TVA) and independent variable is financial distress measured by Altman Z-Score model.

The result of this research indicates that the level of financial distress significantly have negative affect on stock liquidity that means more healthy the companies have lower stock liquidity. This indicates that investors are more active trading shares in companies which have higher financial distress rather than trading shares in healthy companies.

Keyword : *financial distress, stock liquidity, investor trading activity*

PENDAHULUAN

Pasar saham mulai dipekenalkan pada masyarakat khususnya di kalangan mahasiswa yang diawali dengan adanya seminar tentang investasi di pasar saham dan dibukanya galeri investasi di universitas-universitas. Hal ini dilakukan dengan tujuan bahwa mahasiswa dapat menyimpan kelebihan dananya di pasar saham, serta bisa menjadi panutan bagi masyarakat lain untuk melakukan hal yang sama karena investasi di pasar saham memberikan *earning* yang lebih tinggi. Tetapi masyarakat tentunya harus berhati-hati dalam memilih saham perusahaan mana yang akan dipilih untuk berinvestasi sehingga nantinya akan memberikan keuntungan dimasa mendatang, salah satunya dengan melihat kondisi *financial distress*.

Kondisi *financial distress* suatu perusahaan dapat diketahui dari informasi akuntansi perusahaan tersebut yang diperoleh dari laporan keuangan maupun laporan tahunan sebuah perusahaan. Dengan adanya informasi akuntansi, investor dapat mengetahui kesehatan perusahaan dan dapat menghitung bagaimana kondisi *financial distress* perusahaan tersebut.

Rahayu dan Nofiyanti (2010) mengungkapkan bahwa kegagalan bisnis perusahaan ditandai dengan adanya kesulitan keuangan, dimana perusahaan tidak mampu menunjukkan kapasitas usahanya di masa yang akan datang melalui laporan kinerja keuangan. Ramadhani dan Lukviarman (2009) menyimpulkan bahwa kesulitan keuangan terjadi sebelum adanya kebangkrutan atau likuidasi. Kesulitan keuangan dapat diakibatkan oleh faktor keuangan dan non-keuangan yang dapat berujung pada kegagalan usaha dan kebangkrutan.

Penurunan kinerja keuangan dapat menyebabkan perusahaan mengalami kesulitan dalam melaporkan perolehan labanya. Jika hal ini terus dibiarkan, maka perusahaan tersebut akan terkena suspensi atau penghentian sementara perdagangan sahamnya oleh BEI yang pada akhirnya akan dilakukan penghapusan saham (*delisting*) apabila perusahaan tetap tidak dapat menunjukkan peningkatan kinerjanya selama waktu yang ditentukan.

Dengan adanya penghapusan saham (*delisting*) tentu akan merugikan pihak investor karena prospek investasinya yang menjadi tidak jelas. Investor yang memegang saham perusahaan yang mengalami *delisting* akan sangat sulit untuk menjual sahamnya kepada publik, karena hanya dapat ditransaksi pada perusahaan yang bersangkutan. Oleh karena itu investor perlu melihat kondisi keuangan perusahaan sebelum membeli saham perusahaan tersebut.

Tingkat *financial distress* dari suatu perusahaan juga dapat memengaruhi likuiditas saham dari perusahaan tersebut. Teori yang sudah ada dari Glosten dan Milgrom (1985) menyebutkan bahwa *financial distress* dapat mempengaruhi perdagangan dan harga efek melalui dua cara, yaitu berita tentang *financial distress* dan perdagangan yang mungkin mengandung informasi tentang penilaian yang hasilnya dapat membuat efek permanen terhadap keseimbangan harga dan likuiditas. Tingkat *financial distress* dapat mempengaruhi likuiditas saham karena perusahaan yang mengalami *financial distress* akan mengalami kesulitan dalam membayar kewajibannya yang ditanggung. Oleh karena itu investor juga perlu mempertimbangkan tingkat likuiditas saham perusahaan sebagai acuan dalam mengambil keputusan untuk melakukan transaksi saham.

Likuiditas saham menurut Mulyana (2011) merupakan suatu ukuran yang memperlihatkan jumlah transaksi saham yang dilakukan di pasar modal dalam periode tertentu. Ini menunjukkan bahwa minat investor dalam berinvestasi pada saham perusahaan tersebut tinggi. Menurut Wira (2012) likuiditas adalah kemampuan instrumen atau aktiva untuk berubah menjadi kas atau setara kas. Bisa dibilang jika investor lain akan siap membeli saham ketika investor ingin menjual saham, dan akan ada investor lain yang menjual saham ketika ingin membeli saham.

Likuiditas merupakan hal yang penting, karena jika sampai saham suatu perusahaan kurang aktif atau likuiditas sahamnya terlalu rendah dapat menyebabkan perusahaan tersebut juga akan terkena *delisting* dari BEI. Oleh karena itu saham yang kurang likuid dan terancam di-*delisting* mempunyai citra yang buruk di mata investor dan kurang dipercaya. Dengan memilih saham yang

likuid, investor tidak akan mengalami kesulitan dalam membeli atau menjual sahamnya kembali.

Pada tahun 2015 kondisi keuangan perusahaan di Indonesia mengalami penurunan yang diakibatkan karena melemahnya nilai tukar rupiah. Penurunan kondisi keuangan ini diduga mempengaruhi pengeluaran perusahaan sehingga beban pengeluaran perusahaan menjadi meningkat dan menyebabkan laba kotor perusahaan mengalami penurunan. Karena penurunan kondisi keuangan perusahaan diduga berpengaruh terhadap aktivitas investor dalam melakukan transaksi saham dimana volume perdagangan saham gabungan pada tahun 2015 juga ikut menurun (finance.yahoo.com). Akibat penurunan kondisi keuangan, perusahaan diduga melakukan peningkatan pendanaan untuk kelangsungan hidup perusahaan.

Salah satu bentuk pendanaan bagi perusahaan adalah menerbitkan obligasi. Jadi semakin tinggi obligasi yang diterbitkan perusahaan maka semakin banyak pendanaan yang dibiayai oleh utang. Berikut ini adalah tabel emisi obligasi pada penawaran umum dari tahun 2011 sampai tahun 2015.

Tabel 1
Emisi Obligasi Penawaran Umum Tahun 2011-2015

Tahun	PU	Emisi Obligasi Korporasi (Trilyun Rupiah)
2011	40	46,53
2012	64	67,76
2013	58	57,76
2014	51	48,64
2015	50	63,27

Sumber: www.ojk.go.id

Data tersebut menunjukkan besarnya emisi atau penerbitan obligasi yang dilakukan perusahaan-perusahaan tiap tahunnya. Semakin banyak obligasi yang diterbitkan maka struktur modal perusahaan yang dibiayai oleh utang akan semakin tinggi, perusahaan akan mengalami peningkatan *leverage* yang akan menambah resiko keuangan yang lebih tinggi bagi perusahaan dan mempengaruhi nilai perusahaan. Jika pendanaan dari utang lebih tinggi dari ekuitas maka *debt to equity ratio* perusahaan tersebut juga akan tinggi. Apabila perusahaan tersebut tidak memiliki kemampuan untuk melunasi kewajibannya kemungkinan perusahaan tersebut akan mengalami *financial distress*. Oleh karena itu objek penelitian yang akan digunakan dalam penelitian ini adalah perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia yang memiliki *debt to equity ratio* tinggi karena perusahaan yang mempunyai *debt to equity ratio* tinggi berkemungkinan tinggi mengalami kondisi *financial distress* sehingga nantinya dapat diketahui pengaruh dari perusahaan yang mengalami *financial distress* terhadap likuiditas saham dari perusahaan tersebut.

Adapun penelitian terdahulu yang melakukan penelitian terhadap *financial distress* dan likuiditas saham. Penelitian dari Song dan Ke (2014) yang menggunakan obligasi sebagai sampel menunjukkan bahwa likuiditas saham memburuk hanya pada saat terjadi krisis.

Penelitian dari Norvaišiene dan Stankeviciene (2014) menghasilkan bahwa tingginya likuiditas saham pada perusahaan perusahaan di Estonia sangat dipengaruhi oleh tingginya *financial leverage*, tingginya likuiditas aset, dan *profit*.

Penelitian ini mencoba untuk meneliti bagaimana pengaruh *financial distress* terhadap likuiditas saham karena beberapa penelitian mengatakan

seberapa likuid saham perusahaan dipengaruhi oleh kinerja perusahaan, tetapi masih sangat jarang penelitian yang menggunakan *financial distress* sebagai variabel independennya.

Berdasarkan latar belakang yang sudah dijelaskan maka di dalam penelitian ini mengangkat rumusan masalah apakah kondisi *financial distress* perusahaan berpengaruh terhadap likuiditas saham perusahaan tersebut.

LANDASAN TEORI

Financial Distress

Adalah suatu kondisi dimana perusahaan sedang mengalami kesulitan keuangan, yang artinya perusahaan dalam posisi tidak aman dari ancaman terjadinya kebangkrutan atau terjadi kegagalan perusahaan dalam menjalankan usahanya. Kesulitan keuangan menurut Brigham dan Daves (2007) saat perusahaan tidak bisa memenuhi jadwal dalam pembayaran atau saat arus kas mengindikasikan jika perusahaan tersebut tidak akan dapat memenuhi kewajibannya. Perusahaan tidak dapat memenuhi kewajibannya dikarenakan perusahaan sedang mengalami kekurangan atau dana tidak mencukupi dimana total liabilitas lebih besar dibandingkan total aset.

Financial distress menurut Platt dan Platt (2002) adalah kondisi keuangan perusahaan yang berada dalam keadaan krisis atau tidak sehat. Dapat dikatakan bahwa *financial distress* adalah kondisi perusahaan mengalami kesulitan memenuhi kewajiban-kewajibannya.

Model rumus yang dapat digunakan dalam memprediksi kondisi *financial distress*:

Model Ohlson

Model yang dirumuskan Ohlson (1980) menggunakan 9 variabel yang terdiri dari beberapa rasio keuangan. Rumus dari model Ohlson yaitu sebagai berikut :

$$O = -1,32 - 0,407X_1 + 6,03X_2 + 1,43X_3 + 0,0757 X_4 - 2,37X_5 - 1,83X_6 - 0,285X_7 - 1,72X_8 - 0,52X_9$$

Keterangan :

O = *bankruptcy index*

X₁ = *Log (total asset/GNP price-level index)*

X₂ = *total liabilities/total asset*

X₃ = *working capital/total asset*

X₄ = *current liabilities/current asset*

X₅ = 1 jika *total liabilities > total asset* ; 0 jika sebaliknya

X₆ = *net income/total asset*

X₇ = *cash flow from operation/total liabilities*

X₈ = 1 jika *net income negatif* ; 0 jika sebaliknya

X₉ = *measure of change in net income*

Jika $O \geq 0,38$ maka perusahaan diprediksi bangkrut.

Jika $O < 0,38$ maka perusahaan tidak mengalami bangkrut.

Ohlson menggunakan rasio keuangan dan analisis *multi dimensional logic* pada pengembangan modelnya. Model ini terdiri dari 9 rasio keuangan yang diuji

pada 105 perusahaan yang menghadapi krisis keuangan dan 2058 perusahaan sehat. Keakuratan prediksi untuk tahun sebelum kebangkrutan adalah 85%.

Model Zmijewski X-Score

Model yang dirumuskan oleh Zmijewski (1983) menggunakan tiga analisis rasio yaitu ROA, *leverage*, dan likuiditas. Rumus dari model Zmijewski yaitu :

$$X = -4,3 - 4,5(X_1) + 5,7(X_2) - 0,004(X_3)$$

Keterangan :

X = *bankruptcy index*

X_1 = *return of asset*

X_2 = *debt ratio*

X_3 = *current ratio*

Nilai *cut off* yang berlaku dalam model ini adalah 0, maka :

Jika $X \geq 0$ maka perusahaan diprediksi mengalami *financial distress*.

Jika $X < 0$ maka perusahaan tidak akan mengalami *financial distress*.

Zmijewski menggunakan *profit analysis* yang diuji pada 40 perusahaan yang menghadapi krisis keuangan dan 80 perusahaan sehat. Keakuratan prediksi Zmijewski setahun sebelum kebangkrutan adalah 78%.

Model Springate S-Score

Model Springate yaitu S-Score dikembangkan Gordon L. V Springate di tahun 1978 dengan mengikuti prosedur yang sama dengan Altman (1968). Rasio yang digunakan oleh Springate yaitu 4 dari 19 analisis rasio keuangan dan menggunakan multideskriminasi. Formulasinya yaitu:

$$S = 1,03X_1 + 3,07X_2 + 0,66X_3 + 0,4X_4$$

Keterangan:

S = *bankruptcy index*

X_1 = *working capital/total asset*

X_2 = *net profit before interest and taxes/total asset*

X_3 = *net profit before taxes/current liability*

X_4 = *sales/total asset*

Perhitungan tersebut akan menghasilkan nilai S-Score yang terbagi dalam dua kategori:

Apabila $S \geq 0,862$ perusahaan masuk kategori tidak pailit.

Apabila $S < 0,862$ perusahaan masuk kategori pailit

Springate menggunakan analisis audit untuk memilih 4 rasio keuangan dari 19 rasio, yang mana merupakan yang terbaik untuk membedakan perusahaan yang tidak bangkrut dan yang bangkrut. Springate menguji modelnya pada 40 perusahaan, dan keakuratannya sebesar 92,5%. Perusahaan yang digunakan sampel adalah perusahaan bidang manufaktur.

Model CA-Score

Model ini dikembangkan oleh Jean Legault dari Uneversitas Quebec Montreal Canada dengan menggunakan analisis multivariant. Formulanya adalah sebagai berikut :

$$\text{CA-Score} = 4,5913X_1 + 4,508X_2 + 0,3936X_3 - 2,7616$$

Keterangan :

CA-Score = *bankruptcy index*

X_1 = *shareholder investment(1) / assets(1)*

$$X2 = EBT + financial\ expases(1) / assets(1)$$

$$X3 = sales(2) / assets(2)$$

(1) = Gambaran satu periode sebelumnya

(2) = Gambaran dua periode sebelumnya

Dari hasil perhitungan diperoleh nilai CA-Score dibagi dalam dua kategori sebagai berikut :

Jika nilai CA-Score $< -0,3$ maka perusahaan termasuk dalam kategori tidak pailit.

Jika nilai CA_Score $\geq -0,3$ maka perusahaan dalam kategori pailit.

Model ini menggunakan analisis multivariate untuk 30 rasio keuangan yang diuji pada 173 perusahaan dengan *turnover* 1 hingga 20 juta dollar per tahun. Keakuratan model ini dalam memprediksi adalah 83%.

Model Altman Z-Score

Altman Z-Score merupakan model yang ditemukan oleh Edward I. Altman di tahun 1968 yang digunakan untuk mengukur potensi kebangkrutan perusahaan. Altman mengatakan pengukuran rasio *leverage*, profitabilitas, solvabilitas, likuiditas, dan aktivitas dari beberapa rasio keuangan merupakan rasio yang paling signifikan untuk memprediksi *financial distress*. Model prediksi ini dikembangkan Altman dengan digunakannya *Multiple Discriminant Analysis* (MDA) dengan lima rasio keuangan yaitu *earning before interest and taxes to total asses*, *retained earnings to total asset*, *working capital to total asset*, *market value of equity to book value of total debt*, dan *sales to total asset*. Ramadhani dan Lukviarman (2009) mengatakan bahwa Z-Score merupakan skor yang dihitung dari rasio keuangan yang mengungkapkan tingkat kemungkinan kebangkrutan. Formulanya yaitu:

$$Z=1,2X_1+1,4X_2+3,3X_3+0,6X_4+0,999X_5$$

Keterangan :

Z = *bankruptcy index*

X_1 = *working capital/total asset*

X_2 = *retained earnings/total asset*

X_3 = *earning before interest and taxes / total asset*

X_4 = *market value of equity / book value of total debt*

X_5 = *sales / total asset*

Jika $Z > 2,99$ maka termasuk perusahaan tidak bangkrut.

Jika $1,8 < Z < 2,99$ maka termasuk *grey area* (tidak dapat ditentukan perusahaan sehat atau mengalami kebangkrutan).

Jika $Z < 1,8$ maka termasuk perusahaan yang bangkrut.

Altman menggunakan data keuangan pada tahun fiskal sebelum kebangkrutan sebagai variabel independen pada model Z-Score. Perusahaan bangkrut dan non-bangkrut dipilih sebagai variabel dependen. Model ini dapat memprediksi krisis keuangan dengan akurasi 95% pada tahun sebelum krisis terjadi.

Model Altman Revisi

Model Edward I. Altman mengalami revisi tahun 1983. Revisi ini dilakukan Altman agar model prediksi ini dapat diaplikasikan pada perusahaan yang tidak *go publik* tidak hanya pada perusahaan *go publik*. Model prediksi ini dapat memprediksi kepailitan *financial distress* dan sebelum kepailitan dan *financial distress* terjadi. Perubahan model ini yaitu pada variabel X_5 yaitu *market value of*

equity diubah menjadi *book value of equity*. Keakuratan model Altman revisi yaitu 95% (Adnan dan Arisudhana, 2011). Formulanya menjadi:

$$Z' = 0,717X_1 + 0,847X_2 + 3,107X_3 + 0,420X_4 + 0,998X_5$$

Keterangan :

Z' = *bankrupcy index*

X_1 = *working capital / total asset*

X_2 = *retained earning / total asset*

X_3 = *earning before interest and taxes / total asset*

X_4 = *book value of equity / book value of debt*

X_5 = *sales / total asset*

Jika $Z' > 2,9$ maka termasuk perusahaan tidak bankrut.

Jika $1,23 < Z' < 2,9$ maka termasuk *grey area* (tidak dapat ditentukan perusahaan sehat atau mengalami kebangkrutan).

Jika $Z' < 1,23$ maka termasuk perusahaan yang bankrut.

Model Altman Modifikasi

Tahun 1995 model yang dikembangkan Altman mengalami suatu modifikasi. Altman memodifikasi model tersebut untuk meminimalisir efek industri dikarenakan adanya keberadaan variabel perputaran aset (X_5). Model Altman dapat diterapkan pada perusahaan non-manufaktur dengan model yang dimodifikasi tersebut. Modifikasi yang dilakukan Altman yaitu dengan mengeliminasi X_5 yaitu rasio penjualan terhadap total aset. Rasio ini dieliminasi karena sangat bervariasi pada industri dengan aset yang berbeda-beda sehingga model modifikasinya menjadi:

$$Z'' = 6,56X_1 + 3,26X_2 + 6,72X_3 + 1,05X_4$$

Keterangan:

$Z'' = \text{bankruptcy index}$

$X_1 = \text{working capital} / \text{total asset}$

$X_2 = \text{retained earning} / \text{total asset}$

$X_3 = \text{earning before interest and taxes} / \text{total asset}$

$X_4 = \text{book value of equity} / \text{book value of debt}$

Jika $Z'' > 2,6$ maka termasuk perusahaan tidak bankrut.

Jika $Z'' 1,1 < 2,6$ maka termasuk *grey area* (tidak dapat ditentukan perusahaan sehat atau mengalami kebangkrutan).

Jika $Z'' < 1,1$ maka termasuk perusahaan yang bangrut.

Likuiditas Saham

Likuiditas menurut Bursa Efek Indonesia adalah kelancaran yang menunjukkan tingkat kemudahan mencairkan modal investasi. Likuiditas ialah kemudahan saham yang dimiliki seseorang untuk dapat dijadikan uang tunai melalui mekanisme pasar. Apabila setiap saat pemilik saham dapat menjual sahamnya berarti saham tersebut memiliki likuiditas saham yang baik.

Jadi suatu saham dikatakan likuid jika saham tersebut tidak mendapati kesulitan untuk diperjualbelikan, oleh karena itu investor lebih tertarik dengan saham yang likuid.

Cara yang digunakan untuk mengukur likuiditas saham:

Trading Volume Activity

Trading Volume Activity (TVA) atau volume perdagangan adalah rasio antara jumlah lembar suatu saham beredar pada waktu tertentu (Husnan, 2005).

Peningkatan volume perdagangan menandakan bahwa saham tersebut semakin diminati investor. *Trading Volume Activity* dirumuskan sebagai berikut :

$$TVA = \frac{\text{Jumlah Volume Saham yang terjual pada periode tertentu}}{\text{Total Volume Saham}}$$

Volume Perdagangan Saham dapat dihitung secara agregat menggunakan *Average Trading Volume Activity* (ATVA) yang diuji secara statistik. ATVA dirumuskan dengan persamaan:

$$ATVA_{i,t} = \frac{\sum TVA_t}{n}$$

Keterangan :

$ATVA_{i,t}$ = rata-rata TVA saham i pada waktu t

TVA_t = *Trading Volume Activity* saham i pada waktu t

n = jumlah

Frekuensi Perdagangan

Likuiditas saham dapat diukur dengan cara lain yang salah satunya dengan menggunakan frekuensi perdagangan. Cara menghitung menggunakan rumus ini yaitu dengan melihat jumlah hari saham diperdagangkan dengan jumlah hari bursa tiap tahunnya.

$$\text{Likuiditas Saham} = \frac{\text{jumlah hari saham diperdagangkan}}{\text{jumlah hari bursa}}$$

Likuid atau tidaknya saham pada model ini yaitu dikaitkan dengan saat melakukan transaksinya. Saham dikatakan likuid apabila saham itu mudah diubah jadi uang tunai melalui mekanisme pasar.

Bid-Ask Spread

Rumus lain yang digunakan untuk mengukur likuiditas saham yaitu menggunakan *bid-ask spread* dari suatu saham, apabila *bid-ask spread* suatu saham semakin kecil berarti saham tersebut semakin likuid. Harga paling tinggi yang berani dibayarkan oleh pembeli terhadap saham yang ditawarkan oleh penjual disebut *bid price*. Sedangkan harga paling rendah yang ditawarkan penjual disebut *ask price*. Sehingga selisih antara *bid price* dan *ask price* merupakan *bid-ask spread*. Rumusnya yaitu :

$$\text{Bid-Ask Spread} = \frac{\text{Ask Price} - \text{Bid Price}}{\text{Ask Price}} \times 100\%$$

METODE PENELITIAN

Pendekatan Penelitian

Pendekatan yang digunakan pada penelitian ini merupakan pendekatan kuantitatif. Pendekatan kuantitatif yaitu metode untuk meneliti populasi dan sampel tertentu. Caranya yaitu dengan mengumpulkan data, menganalisis data yang bersifat statistik yang bertujuan untuk menguji hipotesis yang telah ditetapkan (Sugiyono, 2008:8).

Identifikasi Variabel Penelitian dan Definisi Operasional

Variabel Dependen

Penelitian ini menggunakan likuiditas saham sebagai variabel dependen. Untuk mengukur likuiditas saham pada perusahaan *sample* di penelitian ini

menggunakan rumus *Trading Volume Activity* karena aktivitas investor lebih terefleksikan oleh volume perdagangan saham.

$$TVA = \frac{\text{Jumlah Volume Saham yang terjual pada periode tertentu}}{\text{Total Volume Saham}}$$

Selanjutnya dihitung rata-ratanya dengan menggunakan persamaan berikut:

$$ATVA_{i,t} = \sum TVA_t / n$$

Variabel Independen

Penelitian ini menggunakan *financial distress* (kesulitan keuangan) sebagai variabel independen. Rumus yang akan digunakan untuk mengukur kondisi *financial distress* pada penelitian ini yaitu menggunakan rumus Z-Score yang dikemukakan oleh Altman, karena model dari Altman dapat memprediksi kondisi *financial distress* perusahaan dengan keakuratan paling tinggi daripada model lain. Selain itu pengujian model Z-Score sudah banyak digunakan untuk penelitian di Indonesia dan hasilnya keakuratan model Z-Score untuk memprediksi kondisi *financial distress* di Indonesia lebih baik dari model prediksi lainnya.

Untuk menghitung kesulitan keuangan pada perusahaan manufaktur digunakan rumus Altman revisi Z'-Score Rumus dari model Altman revisi adalah:

$$Z' = 0,717X_1 + 0,847X_2 + 3,107X_3 + 0,420X_4 + 0,998X_5$$

Sedangkan untuk menghitung kesulitan keuangan pada perusahaan non-manufaktur digunakan rumus Altman modifikasi. Rumus dari model Altman modifikasi adalah:

$$Z'' = 6,56X_1 + 3,26X_2 + 6,72X_3 + 1,05X_4$$

Variabel Kontrol

Variabel kontrol merupakan variabel yang dibuat konstan atau bisa dikatakan variabel yang dikendalikan agar faktor luar yang tidak diteliti tidak dapat mempengaruhi pengaruh variabel independen terhadap variabel dependen.

Variabel kontrol yang akan digunakan dalam penelitian ini adalah *return on investment* (ROI). Dipilihnya ROI sebagai variabel kontrol dalam penelitian ini karena menurut beberapa penelitian terdahulu *return on investment* (ROI) memiliki pengaruh positif terhadap saham.

$$\text{ROI} = \frac{\text{Laba tahun berjalan}}{\text{Total aset}}$$

Sampel Penelitian

Sampel yang akan digunakan untuk penelitian ini yaitu perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia dari tahun 2011 hingga 2015 yang memiliki *debt to equity ratio* (DER) tinggi yaitu $\text{DER} > 1$ yang kemudian dipilih perusahaan yang nilai Z-Score berada pada kondisi *distress* dan *grey area* (tidak dapat ditentukan *distress* atau sehat). Bukan perusahaan bidang jasa keuangan dan investasi karena pelaporan keuangan pada perusahaan jasa keuangan berbeda dari perusahaan lainnya.

Tabel 2
Sampel Penelitian

No.	Keterangan	Jumlah Perusahaan
1	Perusahaan Manufaktur yang memiliki $\text{DER} > 1$	34
2	Perusahaan Non-Manufaktur yang memiliki $\text{DER} > 1$	53
Total Sampel		87

Teknik Analisis Data

Statistik Deskriptif

Dilakukan untuk memberikan gambaran atau deskripsi suatu data dengan melihat standar deviasi, maksimum, minimum, nilai rata-rata (mean), kurtosis, sum, range, dan skewness (kemencengan distribusi).

Uji Hipotesis

Dilakukan untuk memprediksi atau mengestimasi rata-rata variabel terikat atau rata-rata populasi berdasarkan nilai variabel yang diketahui. Pengujian yang dilakukan adalah koefisien determinasi, uji F, dan uji t.

PEMBAHASAN

Hasil Penelitian

Analisis Statistik Deskriptif

Berdasarkan Tabel 3 menunjukkan bahwa jumlah data yang digunakan pada penelitian ini adalah 168 sampel data yang sebelumnya dilakukan *outlier* pada sampel data tersebut dan kemudian data *outlier* dieliminasi karena data tersebut merupakan data ekstrim.

Tabel 3
Hasil Statistik Deskriptif

Descriptive Statistics					
	N	Min	Max	Mean	Std. Deviation
LS	168	-10,14	-1,90	-5,6927	1,53074
ROI	168	-2,23	-,85	-1,3800	,24334
FD	168	-1,50	1,29	,3567	,42261
Valid N (listwise)	168				

Uji Hipotesis

Tabel 4
Hasil Uji F

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Sig. F Change
1	,192 ^a	,037	,025	1,51141	,045

a. Predictors: (Constant), FD, ROI

b. Dependent Variable: LS

Tabel 4 menunjukkan bahwa koefisien determinasi yang dihasilkan yaitu sebesar 0,037 yang berarti kontribusi variabel *Financial Distress* dan ROI terhadap variabel Likuiditas Saham pada penelitian ini hanya mencakup 3,7% dari keseluruhan informasi yang mempengaruhi dan sisanya sebesar 96,3% dipengaruhi variabel lain.

Berdasarkan Tabel 4 diperoleh signifikansi F sebesar 0,045 dimana nilai tersebut lebih kecil dari 0,05 (taraf signifikansi). Dengan begitu dapat disimpulkan bahwa secara simultan variabel independen yaitu *financial distress* dan ROI berpengaruh signifikan terhadap variabel dependen yaitu likuiditas saham.

Tabel 5
Hasil Uji t

Coefficients ^a					
Model	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
	B	Std. Error	Beta		
1 (Constant)	-3,822	,804		-4,754	,000
ROI	1,193	,536	,190	2,224	,027
FD	-,627	,309	-,173	-2,030	,044

a. Dependent Variable: LS

Berdasarkan Tabel 5 menunjukkan bahwa dari kedua variabel independen tersebut, variabel *financial distress* memiliki nilai signifikansi sebesar 0,044 dan ROI memiliki nilai signifikansi sebesar 0,027 yang mana nilai tersebut berada dibawah nilai signifikansi 0,05. Hal tersebut menunjukkan variabel *financial distress* dan ROI berpengaruh terhadap likuiditas saham.

Pembahasan

Return On Investment (ROI) adalah salah satu rasio profitabilitas yang menggambarkan kemampuan perusahaan dalam memperoleh keuntungan dengan menggunakan keseluruhan investasi yang ditanamkan pada total aset. Rasio ini dilihat oleh investor untuk mengambil keputusan dalam menempatkan sahamnya karena setiap investor menginginkan tingkat pengembalian investasi yang tinggi. Oleh karena itu investor akan memilih perusahaan yang memiliki ROI lebih tinggi untuk berinvestasi. Hal tersebut dapat ditunjukkan pada hasil regresi yang menunjukkan bahwa ROI berpengaruh terhadap likuiditas saham.

Hasil regresi untuk variabel *financial distress* yang telah dilakukan menunjukkan bahwa tingkat *financial distress* perusahaan berpengaruh negatif terhadap likuiditas saham, yang berarti semakin tinggi kondisi *financial distress* yaitu perusahaan semakin tidak sehat maka likuiditas sahamnya semakin besar. Hal ini dapat terjadi karena investor yang berinvestasi pada perusahaan yang sehat akan cenderung mempertahankan saham tersebut karena harga saham perusahaan yang sehat akan tetap konstan tidak terlalu mengalami naik turun sehingga investor yang menanamkan saham pada perusahaan ini lebih memilih untuk mendapatkan keuntungan berupa dividen karena perusahaan yang sehat dividen yang diberikan lebih tinggi. Berbeda dengan investor yang menanamkan

sahamnya pada perusahaan yang kurang sehat atau mengalami *distress*. Investor tidak dapat berharap pada keuntungan dividen sehingga investor akan aktif melakukan *trading* saham untuk mendapatkan *capital gain*.

SIMPULAN DAN SARAN

Simpulan

Berdasarkan hasil penelitian, *financial distress* perusahaan memberikan pengaruh negatif terhadap likuiditas saham, yang berarti semakin tinggi kondisi *financial distress* yaitu perusahaan semakin tidak sehat maka likuiditas sahamnya semakin besar. Hal ini berarti investor yang menanamkan sahamnya pada perusahaan yang *financial distress*-nya lebih tinggi lebih aktif dalam bertransaksi saham daripada investor yang menanamkan sahamnya pada perusahaan yang lebih sehat.

Saran

Penelitian ini tidak melihat rasio cakupan bunga yang kemungkinan dapat mempengaruhi hubungan antara *financial distress* dengan likuiditas saham, oleh karena itu disarankan pada penelitian selanjutnya untuk mempertimbangkan rasio ini. Rasio cakupan bunga yang dihitung menggunakan EBIT dibagi dengan beban bunga. Sehingga sampel yang didapat nantinya akan lebih menggambarkan perusahaan yang mengalami *financial distress* karena perusahaan dengan DER tinggi belum tentu perusahaan tersebut mengalami *financial distress*.

DAFTAR PUSTAKA

- Brigham, Eugene F. and Daves, Phillip R. 2007. *Intermediate Financial Management Ninth Edition*. South Western: Thomson.
- Ghozali, Imam. 2009. *Aplikasi Analisis Multivariatif dengan Program IBM SPSS 19*. Semarang: Badan Penerbit Universitas Diponegoro.
- Husnan, Suad. 2005. *Dasar-Dasar Teori Portofolio dan Analisis Sekuritas Edisi Keempat*. Yogyakarta : BPFE.
- Mulyana, Deden. 2011. “Analisis Likuiditas Saham Serta Pengaruhnya Terhadap Harga Saham pada Perusahaan yang Berada pada Indeks LQ45 di Bursa Efek Indonesia”. *Jurnal Manajemen*. Vol. 4 (1) : PP 77-96.
- Norvaišienė, Rasa and Stankevičienė, Jurgita. 2014. “Impact of Companies’ Internal Factors on Stock Liquidity in Baltic Market”. *Journal of Economics and Management*. Procedia – Social and Behavioral Sciences Vol. 156 (12) : PP 543-547.
- Plat, H. D. dan Plat, M. B. 2002.” Predicting Corporate Financial Distress: Reflecting on Choice-Based Sample Bias”. *Journal of Economics and Finance*. Vol. 26 (2) : PP 184-199.
- Rahayu, Santi Suci dan Nofiyanti, Rina. 2010. “Analisis Laporan Keuangan dengan Metode Altman untuk Memprediksi Kepailitan pada Perusahaan Industri Makanan dan Minuman”. *Jurnal Ekonomi Bisnis*. Vol. 15 (2) : PP 132-141
- Ramadhani, A. R. dan Lukviarman, N. 2009. “Perbandingan Analisis Prediksi Kebangkrutan Menggunakan Model Altman Pertama, Altman Revisi, dan Altman Modifikasi dengan Ukuran dan Umur perusahaan sebagai Variabel

Penjelas (Studi pada Perusahaan yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia)”.
Jurnal Siasat Bisnis. Vol. 13 (1) : PP 15-28.

Song Han dan Ke Wang. 2014. “Liquidity and Impact of Financial Distress: Evidence from the Market for Defaulted Bonds”.*Journal of Finance*. Vol. 65 (4) : PP 1237-1267.

Sugiyono.2008.*Metode Penelitian Bisnis*. Bandung:ALFABETA.